

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编: 100031

拟收购少数股权，经营稳步推进

2025年8月17日

事件: 公司拟以现金收购南京万优商业管理有限公司 49%的股权。同时，为加强核心团队成员与公司的绑定，增强公司核心团队的积极性，拟由福建农开、漳州金万辰、王泽宁、张海国向淮南盛裕实际控制人周鹏转让上市公司 989 万股股份（占上市公司总股本的 5.2714%）。为保障上市公司的经营、决策的稳定性，周鹏及其配偶李孝玉拟将其在标的股份转让过户登记后合计持有的上市公司 1229 万股股份（占上市公司总股本的 6.55%）的表决权委托给王泽宁行使。在资产购买协议签署后 12 个月内，杨俊将以集中竞价、大宗交易等方式购买上市公司股份，用于购买股份的总金额不低于本次交易中上市公司向淮南会想支付的交易对价。

点评:

- **现金收购，收购对价低。**公司拟以支付现金 13.79 亿元收购万优剩余 49% 股权，收购完成后对于万优子公司持股比例将提升至 75% 左右。收购后公司 2025M1-5 归母净利润将由 3.58 提升至 4.16 亿，按照此增厚归母净利润年化对应此次收购估值为 10XPE 左右。万优收购业绩承诺 25-27 年净利润不低于 3.2/3.3/3.5 亿，若按照 25 年业绩目标对应收购估值为 8.8XPE 左右。
- **通过股权转让，周鹏获得上市公司股权，将有效绑定核心团队的积极性。**拟由实控人王泽宁等向核心团队成员周鹏转让上市公司股份，转让股份数为 989 万股，占比总股本 5.27%，转让价格 128.3 元（对应 2025 年 8 月 11 日最新收盘价 8 折左右），对应转让支付总价为 12.69 亿元，与周鹏出售股权获得的现金接近，杨俊将用不低于剩余的交易对价在二级市场购买股份，周鹏及其配偶李孝玉转让后的合计持有的 1229 万股股份（占总股本 6.55%）的表决权委托给实控人王泽宁。
- **拟收回少数股权，归母比例有望增厚。**公司 25M1-5 实现营收 188.4 亿元，25Q1 实现收入 108.2 亿元，对应 M4-5 月均收入为 40 亿左右。25M1-5 公司实现净利润 6.68 亿元，对应净利率为 3.55%，略低于 25Q1 净利率 3.59%，5 月金针菇价格同比降低，我们预计 Q2 零食量贩业务的利润率环比相对平稳。收购完成后 25M1-5 的归母比例将由 53.7% 提升至 63.4%，归母比例提升幅度 18%。24 年的归母比例将由 48.7% 提升至 66.9%，我们预计归母比例提升幅度有差异主要系来优品的盈利能力以及菌菇业务的盈利能力有差异。
- **市场担忧今年同店下降影响开店空间，我们认为今年同店同比下降主要系 24 年新开店较多，连锁业态同店提升确实表明业态向上开店空间大，**

但同店下降并不意味着开店空间已经见顶，目前零食量贩头部品牌整体的投资回收周期仍对加盟商有较好的吸引力。同时，公司也在积极打磨省钱超市的模型，社区场景的折扣业态处于发展大浪潮中，公司有望借此进一步打开开店空间。

- **盈利预测与投资评级：**需求主导，折扣业态发展具备成熟条件，万辰集团在社区零售中竞争优势仍显著突出，此次收回部分少数股权有望增厚归母净利润。我们预计 25-26 收入/净利/归母净利润分别为 527/19.0/9.9 亿、656/26.4/14.3 亿，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品类运营能力不及预期、收购和股份转让事项推进不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,294	32,329	52711	65642	75174
增长率 YoY %	1592.0%	247.9%	63.0%	24.5%	14.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-83	294	988	1,428	1,785
增长率 YoY%	-273.7%	454.0%	236.7%	44.5%	25.0%
毛利率%	9.3%	10.8%	11.1%	11.6%	11.8%
净资产收益率ROE%	-12.8%	26.7%	47.3%	40.6%	33.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.44	1.56	5.27	7.61	9.51
市盈率 P/E(倍)	—	98.91	29.38	20.34	16.26
市净率 P/B(倍)	44.98	26.44	13.91	8.26	5.48

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 15 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,349	5,771	9,277	13,423	17,296
货币资金	1,210	2,381	5,497	8,942	12,761
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	27	18	40	33	51
预付账款	248	1,141	1,171	1,277	1,326
存货	733	2,141	2,296	3,001	2,833
其他	131	89	273	171	325
非流动资产	1,576	1,483	1,564	1,615	1,631
长期股权投资	0	0	0	0	1
固定资产(合计)	851	794	881	917	924
无形资产	61	60	59	59	58
其他	665	630	623	638	648
资产总计	3,925	7,253	10,841	15,038	18,927
流动负债	2,640	5,128	6,669	8,092	8,614
短期借款	511	956	1,206	1,356	1,456
应付票据	0	82	0	0	0
应付账款	943	2,012	2,334	3,004	3,002
其他	1,186	2,078	3,129	3,732	4,157
非流动负债	589	664	809	939	1,059
长期借款	148	237	332	432	532
其他	441	426	476	506	526
负债合计	3,230	5,792	7,478	9,031	9,673
少数股东权益	50	363	1,275	2,491	3,952
归属母公司股东权益	645	1,098	2,087	3,516	5,302
负债和股东权益	3,925	7,253	10,841	15,038	18,927

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,294	32,329	52,711	65,642	75,174
同比(%)	1592.0	247.9	63.0%	24.5%	14.5%
归属母公司净利润	-83	294	988	1,428	1,785
同比(%)	-	454.0	236.7	44.5%	25.0%
毛利率(%)	9.3%	10.8%	11.1%	11.6%	11.8%
ROE%	-12.8%	26.7%	47.3%	40.6%	33.7%
EPS(摊薄)(元)	-0.44	1.56	5.27	7.61	9.51
P/E	—	98.91	29.38	20.34	16.26
P/B	44.98	26.44	13.91	8.26	5.48
EV/EBITDA	38.69	10.04	9.24	6.03	4.15

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,294	32,329	52,711	65,642	75,174
营业成本	8,430	28,851	46,837	58,049	66,314
营业税金及附加	21	63	105	118	128
销售费用	434	1,431	1,900	2,374	2,596
管理费用	445	981	1,370	1,608	1,827
研发费用	3	4	8	10	11
财务费用	29	39	54	65	74
减值损失合计	-6	-12	-13	-13	-13
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-1	93	105	91	82
营业利润	-76	1,041	2,528	3,495	4,293
营业外收支	-8	-9	6	6	6
利润总额	-85	1,032	2,534	3,501	4,299
所得税	61	429	633	858	1,053
净利润	-146	603	1,900	2,644	3,245
少数股东损益	-63	310	912	1,216	1,460
归属母公司净利润	-83	294	988	1,428	1,785
EBITDA	148	1,370	2,771	3,720	4,535
EPS(当年)(元)	-0.54	1.71	5.27	7.61	9.51

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,023	848	3,026	3,421	3,840
净利润	-146	603	1,900	2,644	3,245
折旧摊销	192	281	175	145	155
财务费用	29	51	54	65	74
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	928	-118	889	559	358
其它	21	31	8	8	8
投资活动现金流	-207	-96	-251	-191	-166
资本支出	-201	-96	-246	-186	-161
长期投资	-5	0	0	0	0
其他	0	0	-5	-5	-5
筹资活动现金流	222	303	341	215	146
吸收投资	21	299	0	0	0
借款	400	534	345	250	200
支付利息或股息	-15	-54	-54	-65	-74
现金流净增加额	1,039	1,056	3,116	3,445	3,820



研究团队简介

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，4 年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态(深度研究卫龙美味、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品、绝味食品、周黑鸭、煌上煌等)，深度研究零食量贩业态（万辰集团等）和折扣零售。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，4 年食品饮料研究经验。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、全国性次高端酒、苏酒、酱酒板块）及社区店型扩品类机会（立高食品、百果园等）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。3 年食品饮料行业研究经验，覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多和天润乳业等）和食品添加剂（深度研究安琪酵母、百龙创园、嘉必优、晨光生物和保龄宝等）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒(深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒)、饮料行业（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、百润股份、欢乐家）、现制饮品板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。